

# 두산중공업

## 부정적발감사(Forensic Audit)가 필요한 시점

### 개요(Executive Summary)

두산중공업은 주식시장의 신뢰를 잃은 것으로 보입니다.

최근 5년간 한국의 코스피 지수가 녹록치 않은 시기를 겪은 것은 사실이지만 두산중공업 주주들에게는 특히 암담한 시간이었습니다. 코스피 지수가 4.0% 하락하면서 지지부진한 상태에 머무는 동안, 두산중공업은 주가가 74.8%나 급락했으며 현재 시가총액은 겨우 10억 달러 수준입니다.



그 근본적인 원인은 무엇일까요?

지난 3년 동안 글로벌 에너지 전환을 계기로 대형 설비 산업 전반에 대한 재검토가 촉발된 상황에서 **한국을 대표하는 발전설비 제조업체인 두산중공업은 발전 시장의 방향을 오판한 것으로 보입니다.**<sup>1</sup>

발전 부문을 주도해온 다른 수많은 국내 대형 업체들과 마찬가지로 두산중공업 역시 국내의 성장 잠재력을 상당 부분 상실했습니다. 전통적인 원자력과 화석 연료 기술에 주력해온 두산중공업 같은 기업들은 시장이 위축되고 동북아시아 경쟁업체들과의 경쟁이 심화되는 상황에서 대폭적인 재평가에 직면했습니다. 현 시점에서 재무 분석 애널리스트에게 주어진 과제는 과연 두산중공업의 주력 사업이 재무·사업상의 의무를 이행할 능력이 있는지 여부를 판단하는 것입니다.

두산중공업은 시간을 벌기 위해 정부 산하 금융기관인 한국수출입은행과 KDB산업은행이 제공하는 정책금융을 기반으로 경쟁에서 우위를 점할 수 있으리라는 기대를 가지고 경쟁이 치열한 해외 시장에서 사업 수주 경쟁에 뛰어 들었습니다. 이는 흔히 볼 수 있는 전략이기는 하지만 관련 당사자 모두에게 재무적 위험을 초래합니다. 이러한 프로젝트는 이윤이 낮고 탄소 의존도가 높은 사업인 경우가 많아 두산중공업의 현금흐름에 발생한 구멍을 메우기에는 역부족입니다. 그뿐만 아니라, 한국 정부

<sup>1</sup> IEEFA는 마루베니의 석탄 문제(Marubeni's Coal Problem)와 에너지 전환을 오판한 GE (General Electric Misread the Energy Transition), 두 편의 보고서를 통해 에너지 전환이 세계적인 중장비업체 2개사의 전략에 미치는 파급력을 분석한 바 있습니다:

의 정책금융은 논란의 여지가 많은 프로젝트의 최초 승인 절차와 관련된 위험을 방지하는 정도의 역할에 그치고, 현지 시장 상황의 변동으로 인해 사후에 사업 진척이 어려움을 겪는 경우가 종종 발생합니다. 이러한 사업 지연은 두산중공업의 현금흐름과 신인도를 낮출 수 있으며, 글로벌 발전 시장의 통상적인 관행이라는 가정을 전제로 의사결정을 한 관련 금융기관에도 영향을 미칠 수 있습니다.

**불행하게도 두산중공업의 전략적 오판이 유발한 재무적 위험은 더 이상 숨길 수 없는 수준에 이르렀습니다.**

IEEFA는 두산중공업의 2018 년도 재무제표와 2019 년도 상반기 재무제표를 검토한 결과 두산의 재무제표에 회사의 재무적·전략적 과제에 대한 중대한 의문을 불러일으키는 중요한 적신호가 존재한다는 점을 확인하였습니다. 감사필 재무제표상의 조심스러운 표현들은 두산중공업의 회계가 국제 회계 기준의 경계선까지 근접했을 가능성이 높다는 사실을 시사하고 있습니다. 한국의 최상위 금융 규제 당국인 금융감독원과 국내의 주요 금융기관은 이 문제에 주의를 기울여야 합니다.

한국 시장에 투자하는 투자자들이 주지하고 있는 것처럼 지난 20 년 동안 부실 감사 문제가 드러날 때마다 투자자들이 그로 인한 피해를 고스란히 입었으며 최근에 불거진 문제들은 한국의 금융위원회(FSS)와 금융감독원(FSC)이 경계를 강화하는 계기로 작용했습니다. 투자자들에게 회사채 신용등급을 매기는 신용평가사에게도 역시 추가적인 주의가 요구됩니다.

**IEEFA의 검토 결과에 따르면, 두산중공업의 2018 년도 감사필 재무제표에는 최소한 10 개 항목 이상의 적신호가 존재합니다.** 이는 보다 최근에 작성된 2019 년도 상반기 감사미필 재무제표에 대한 분석을 통해 확인됐습니다. 종합해보면, 두산중공업의 재무 실적은 두산중공업 주주들뿐만 아니라 회사 재무 상태의 난맥과 얽혀 있는 금융기관, 투자자, 거래상대방의 입장에서조차 신인도에 관한 중대한 의문을 불러일으킵니다.

두산중공업의 적신호 10 개 항목
1) 5 회 감사, 3 개 회계법인
2) 5 년 결손
3) 수주 물량 감소
4) 의심스러운 현금흐름
5) 조정에 대한 과도한 의존도
6) 불안정한 자금 조달 패턴
7) 주가 폭락
8) 주식 애널리스트들의 신뢰 상실
9) 부정적인 전망이 수반된 BBB 신용등급
10) 사실을 오도하는 프로젝트 수주 발표

## 목차

개요(Executive Summary).....	1
감사인 및 핵심 감사 사항.....	4
재무제표에는 건전성 대신 스트레스.....	5
백기를 든 주식 및 회사채 애널리스트.....	16
사업 수주가 현금을 의미하는 것은 아니다.....	19
정상 경영 실사에 따른 위험 대가는 누가 부담하는가?.....	21
IEEFA 소개.....	23
저자 소개.....	23

## 감사인 및 핵심 감사 항목

재무제표 분석을 처음 시작하는 회계사에게 가장 먼저 확인하라고 가르치는 사항은 아마도 감사인이 누구인지, 그리고 감사인이 피감기업의 재무제표에 ‘적정’ 의견을 표명했는지 여부일 것입니다. 감사인은 재무제표를 작성하지 않으며 재무제표 작성 책임은 회사에 있습니다. 감사인의 임무는 재무제표가 회사의 재무 상태를 진정하고 공정하게 표시하고 있는지 여부를 판단하는 것입니다. 적정 의견은 규제 당국, 투자자, 금융기관이 재무제표에 의존해도 무방하다고 판단할 수 있는 근거가 됩니다.

지배구조 전문가들은—그리고 일선에서 은퇴한 감사인들은—만약 어떤 기업이 감사인을 수시로 교체한다면 내부 통제가 취약하고 감사 위협이 존재한다는 징후로 볼 수 있다고 망설임 없이 이야기 할 것입니다. 한국에서 감사인은 엄격한 규제를 받으며<sup>2</sup>, 이른바 ‘빅 4’ 회계법인이 공격적으로 선임 경쟁을 벌이는 것은 사실이지만 감사인을 교체한다는 것은 투자자들을 주목하게 만드는 사건인 경우가 많습니다.<sup>3</sup>

이러한 기준에 비추어 볼 때 두산중공업의 평가는 어떨까요?

두산중공업의 첫 번째 적신호는 직전 5년간 EY 한영(2014~2015년)<sup>4</sup>, 딜로이트 안진(2016년), 삼정KPMG(2017~2018년) 등 회계법인 3곳이 번갈아 가며 회사의 감사인을 맡았다는 점입니다. 이 사실 하나만으로도 고객, 금융기관, 투자자가 어떤 문제가 있는 것은 아닌지 감사될 재무제표를 들여다볼 이유가 될 수 있습니다.

### 두산중공업, 5년간 감사 회계법인 3회 변경

두 번째로 매우 근본적인 적신호는 삼정KPMG가 두산중공업의 2018년 재무제표에 적정 의견을 주면서도, 감사 의견의 근거를 확보하기 위해 수행한 추가적인 절차들에 관한 중요한 기술들이 다수 포함시켰다는 점입니다. 투자자와 감사 전문가들은 이러한 기술들을 주목하게 되는데, 이는 해당 ‘핵심 감사 항목’(KAM)이 이른바 ‘중대한 왜곡표시’의 위험성이 높거나 경영진과 감사인의 판단을 요하는, 그래서 감사인의 주의를 요하는 사안에 집중되어 있기 때문입니다.<sup>5</sup>

삼정KPMG가 두산중공업 경영진의 매출 인식 방식과 매출채권 회수 가능성을 검증할 목적으로 수행한 절차와 관련하여 2017년에 사용된 KAM 문구를 2018년 감사보고서에서 변경했다는 사실에 주목할 필요가 있습니다. 경영진이 프로젝트 진척도와

<sup>2</sup> 아시아지배구조협회(ACGA) <CG Watch 2018 : Hard Decisions, December 2018>

<sup>3</sup> Accounting Age, Changing auditors: switch hitch, 14 December 2006.

<sup>4</sup> 두산중공업 감사될 재무제표(2014~2018)

<sup>5</sup> IFAC, ISA 701 핵심 감사 사항 전달에 관한 국제 기준, 14 January 2015

그에 관련된 재무적 영향을 계산하고 표시하는 방식에 대해 높은 수준의 통제권을 가지고 있기 때문에 이 두 가지 회계처리는 민감한 사안에 해당합니다. 삼정KPMG는 “판단의 오류나 고의에 따른 수익의 과대계상 위험에 노출되어 있어 우리는 투입법에 따른 진행기준 수익인식을 핵심감사항목으로 식별하였습니다”라고 기술하고 있습니다.<sup>6</sup>

삼정KPMG가 의도하는 바는 명확합니다. 다른 국내 기업의 공시 자료에 사용되는 표현과 크게 다르지 않은 문구를 사용하고 있는 것은 사실이지만 삼정KPMG는 두산중공업 경영진이 매출과 매출채권을 산정한 근거로 사용한 데이터와 계산 방식을 검증할 목적으로 수행한 18개 절차들을 강조하고 있습니다.

이처럼 표현 문구가 복잡하고 민감한 까닭은 무엇일까요? 이 두 회계 계정이 실상은 추정치에 불과하기 때문입니다. 발생주의 회계 원칙하에서 해당 수치는 실제로 이전된 현금이나 실현된 이익과 반드시 일치하지는 않습니다. 두산중공업이 매출채권을 현금으로 전환하고 대출금 상환에 필요한 현금을 창출하는 신규 프로젝트를 수주하는 데 전력을 기울이고 있는 것으로 추정되는 시점에서 이 사실은 중요한 의미를 갖습니다.

핵심감사항목(KAM)에 관한 기재에는 2018년에 삼정KPMG가 감사를 진행하면서 어떤 영역에 집중하였는지를 짐작할 수 있는 세 가지 단서가 있습니다. 매출 인식에 관해 새로운 들어간 KAM 문구는 “지연배상금 추정의 적정성”을 분석하고 매출채권 회수 가능성에 관련된 내부 통제에 대해 검토하였음을 시사합니다. 두 항목 모두 프로젝트 대금에 관한 분쟁에 영향을 받을 가능성이 있는 금액의 가치평가와 관련됐을 가능성이 있습니다.

삼정KPMG가 “주요 고객 앞으로 확인 공문”을 발송했다고 기술한 사실도 주목할 필요가 있습니다. 추정하건대 계약 조건과 회수 가능 금액을 독자적으로 검증하려는 의도로 볼 수 있습니다. 다만, 삼정KPMG가 포스코의 2018년도 실적을 감사했을 때와 달리 그러한 확인 공문에 대한 답신을 실제로 입수하였다는 기재는 발견할 수 없다는 점은 지적이 필요합니다.<sup>7</sup>

## 재무제표에는 건전성 대신 스트레스

조심스럽게 표현된 삼정KPMG의 감사 의견은 건전성에 대한 단순한 경고로 읽을 수도 있지만 재무 애널리스트의 관점에서 볼 때 여러 가지 측면에서 시발점을 제공하는 것으로 파악할 수 있습니다.

<sup>6</sup> 두산중공업 2018년도 감사필 재무 정보, 3 페이지

<sup>7</sup> 포스코 2018년도 감사필 재무 정보, 7 페이지

두산중공업은 큰 틀에서 거의 일관되게 긍정적인 메시지를 대외적으로 전달하면서, 사실상 아직 초보 단계에 있는 청정 발전 기술에서 교두보를 확보하려는 노력을 계속 언급하고 있지만,<sup>8</sup> 회사의 재무 건전성은 여전히 국내 및 개도국 화석 연료 프로젝트로 채워진 고위험 영업 파이프라인과 뿔 수 없는 관계로 얽여 있습니다.

두산중공업의 더딘 사업 전환 계획은 한국이 노후 원자력발전소에 대한 높은 의존도를 개선하려는 국제적인 노력에 동참하고 현재 글로벌 발전 시장의 지형을 재편하고 있는 신재생에너지 부문에 주력하기 시작한 2017 년에서야 비로소 움직이기 시작했습니다.

이러한 변화로 인해 두산중공업은 수익성이 보장된 안정적인 국내 프로젝트 파이프라인을 잃게 됐으며 동남아시아와 중동에서 프로젝트 수수를 놓고 중국이나 일본 업체와 직접 경쟁하는 상황으로 내몰렸습니다.

그로 인해 두산중공업의 재무 상태에 발생한 피해는 상당했으며 회사 사업의 기초를 더욱 약화시켰습니다.

두산중공업은 2013 년 이래로 순이익을 기록하지 못하고 있고, 각종 재무 및 회계 처리와 기말 재산정에 크게 의존했음에도 매해 연속적인 손실을 기록하여 그 총액이 2.6 조 원(21 억 달러)을 상회하기에 이르렀습니다.

두산중공업은 구조적으로 수익성이 결여된 사업 모델로 인해 어려움을 겪고 있을 뿐만 아니라 급성장하는 아시아 발전 시장이 요구하고 있는 차별화된 청정 기술 솔루션 개발을 위한 투자 자금을 어떻게 조달할 것인가 하는 근본적인 문제를 직면하고 있습니다.

## 두산중공업은 2013 년 이후 순이익이 없는 상태

<sup>8</sup> 두산중공업 녹색 에너지 사업 현황 (2019 기준), 두산중공업 2016 년도 통합 연례보고서, 8 페이지 '친환경' 계획에 관한 설명

표 1: 두산중공업의 손익계산서 (2014-2018 년)

손익계산서 단위: 백만원	2014 년	2015 년	2016 년	2017 년	2018 년
총매출	17,971,644	14,470,550	13,952,279	13,841,326	14,761,064
매출원가	14,903,360	12,283,243	11,526,074	11,390,013	12,191,489
매출총이익	3,068,284	2,187,307	2,426,205	2,451,313	2,569,575
영업이익	856,313	(421,521)	667,365	854,619	942,013
영업이익률	4.8%	-2.9%	4.8%	6.2%	6.4%
이자 수익(비용), 순 비영업손익, 합계	(874,496)	(943,317)	(625,377)	(186,196)	(556,547)
자산 매각 이득(손실)	41,565	(2,592)	2,619	(1,427)	(7,362)
기타, 순액	(228,442)	(245,256)	(288,906)	(536,127)	(483,333)
법인세 차감전 순이익	(205,060)	(1,612,685)	(244,298)	130,869	(105,229)
법인세 비용	(104,805)	131,052	133,105	173,006	219,872
<b>법인세 차감후 순이익</b>	<b>(100,255)</b>	<b>(1,743,737)</b>	<b>(377,404)</b>	<b>(42,137)</b>	<b>(325,101)</b>

출처: Thomson Reuters (2014, 2015, 2016, 2017, 2018 년 실적에 영향을 미친 재무제표 제작성으로 인한 변동 사항을 반영하여 보정)

두산중공업의 재무적 어려움은 회사가 발전설비와 수처리 시설을 판매하고 대규모 건설 프로젝트 수행을 포함한 엔지니어링 서비스를 제공하는 국내외 시장에서 발전 및 기반시설 사업에 집중하고 있는 상황을 반영합니다. 주요 자회사로 두산인프라코어와 두산건설을 들 수 있습니다. 두산중공업은 레버리지에 심하게 의존하고 있으며 2018 년 기말을 기준으로 소수주주지분을 제외한 부채비율은 267%에 달합니다.

아래 표 2 를 보면 두산중공업의 재무 현황에서 두드러지는 중요한 특징들을 관찰할 수 있습니다. 통상 완공율을 기준으로 매출을 인식하는 프로젝트 수익에 크게 의존하고 있는 분기 실적은 회사의 재무적 취약성을 규정하는 핵심적인 스트레스 항목들을 포함하고 있습니다.

매출 현황은 외견상 매 분기에 일정하게 유지되고 있지만 매년 4 분기에는 순이익이 약화되고 결손으로 돌아서는 경향을 보입니다. 영업이익률은 원가가 매출을 잠식함에 따라 매출총이익률 수준에서 악화되기 시작하여 기말에 비영업비용이 증가하는 일정한 패턴에 의해 더욱 가중되는 형태를 보입니다. 2018 년 4 분기의 경우 이런 비용 항목 가운데 가장 액수가 큰 것은 3,460 억 원(2 억 8,520 만 달러) 규모의 기타 대손 제각이었습니다.

표 2: 두산중공업의 분기 실적 (2015~2019 년 상반기)

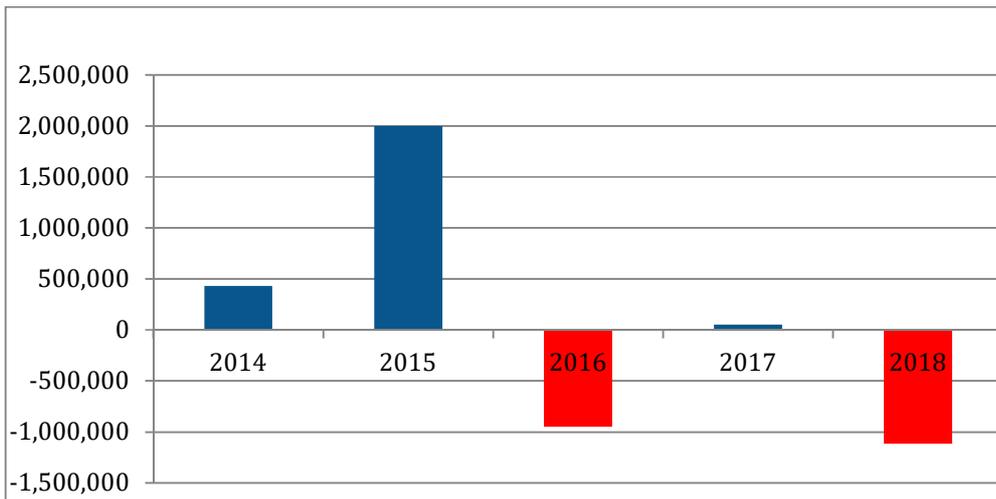
두산중공업 분기 실적(2015~2019 년 상반기)											
단위: 백만원	2015 년	2016 년	2017 년	2018 년	2019 년	영업이익률	2015 년	2016 년	2017 년	2018 년	2019 년
Q1	3,599,104	3,198,063	3,273,463	3,573,712	3,828,733	Q1	3.1%	7.0%	7.1%	8.5%	8.4%
Q2	3,735,404	3,598,417	3,630,110	3,833,352	3,977,645	Q2	4.4%	7.3%	8.3%	9.5%	9.7%
Q3	3,419,823	3,074,412	3,301,269	3,387,503		Q3	0.5%	5.1%	5.9%	6.2%	
Q4	3,716,219	4,081,387	3,636,484	3,966,497		Q4	n.m.	3.8%	5.1%	3.1%	
FY	14,470,550	13,952,279	13,841,326	14,761,064		FY	n.m.	5.7%	6.6%	6.8%	
순이익						기타 비영업 비용					
Q1	(106,018)	72,877	44,220	49,680	55,151	Q1	(38,702)	(28,594)	(52,012)	(68,798)	(30,172)
Q2	(56,234)	46,825	(23,673)	100,754	162,744	Q2	(51,240)	(65,573)	(77,264)	(47,319)	(47,476)
Q3	(389,735)	4,522	16,775	56,347		Q3	(109,897)	(26,092)	(58,889)	(29,868)	
Q4	(1,191,750)	(501,628)	(145,025)	(531,882)		Q4	(701,748)	(468,840)	(208,827)	(451,676)	
FY	(1,743,737)	(377,404)	(107,703)	(325,101)		FY	(901,587)	(589,099)	(396,992)	(597,661)	

출처: Thomson Reuters

두산중공업이 처한 상황을 보다 정확하게 이해하려면 수주 물량, 연결현금흐름, 자금 조달 패턴 등 3 가지 영업 기초 항목들을 면밀하게 분석할 필요가 있습니다.

그림 1: 두산중공업의 수주 물량 순변동 현황

(단위: 백만원)



출처: 두산중공업 보고서, IEEFA

두산중공업의 재무 전망은 회사의 설계·조달·시공 (EPC) 능력이 급격하게 변동하고 치열한 경쟁이 벌어지는 시장을 따라갈 수 있는지에 전적으로 달려있습니다. 종래 발전 설비와 EPC 사업이 두산중공업의 매출과 현금흐름을 견인해온 것은 사실이지만, 그룹 내에는 수도 인프라, 대중교통, 주택 건설 사업을 운영하는 자회사들도 포함되어 있습니다.

### 수주 물량의 고갈로 인해 갈수록 매출이 약화될 것이 거의 확실시 됨

이와 같은 그룹 차원의 종합적인 역량에도 불구하고 최근 실적을 보면 2016년 이래로 수주 물량이 순액 기준으로 2조 원(17억 달러) 감소하는 등 구조적 하락세로 접어든 것이 아닌가 하는 질문을 하지 않을 수 없습니다. 두산중공업의 경우 수주 물량의 고갈로 인해 갈수록 매출이 약화될 것이 거의 확실시 됩니다.

IEEFA가 두산중공업이 공시한 주요 프로젝트들을 검토한 결과에 따르면, 현재 사업 파이프라인을 구성하는 중요한 대형 프로젝트들이 완공에 이른 상태입니다. 이러한 상황으로 인해 사우디의 2800 메가와트급(MW) 라빅 발전소, 베트남의 1200MW 빈탄 4 석탄화력발전소, 사우디아라비아의 1509MW 파드힐리 열병합발전소 등과 같은 대규모 프로젝트를 대체할 새로운 프로젝트를 발굴해야 한다는 경영진에 대한 압박이 커질 것입니다.

이처럼 걱정스러운 수주 물량 현황은 두산중공업이 세금으로 지탱되는 유리한 조건의 수출신용기관(ECA) 금융에 의존하여 치열한 경쟁을 뚫을 수밖에 없는 베트남이나 인도네시아 같은 국가에서 석탄화력발전소 프로젝트를 갈수록 공격적으로 추구하고 있는 이유를 설명해줍니다. 또한, 두산중공업이 2.1조 원(18억 달러) 규모로 추산하는 인도네시아의 2x1000MW 자와(Jawa) 9 및 10 프로젝트나 베트남의 1320MW 반퐁(Van Phong) 1 프로젝트처럼 영업 파이프라인에 포함된 대규모 석탄 EPC 프로젝트를 갈수록 적극적으로 홍보하는 이유도 마찬가지입니다.<sup>9</sup>

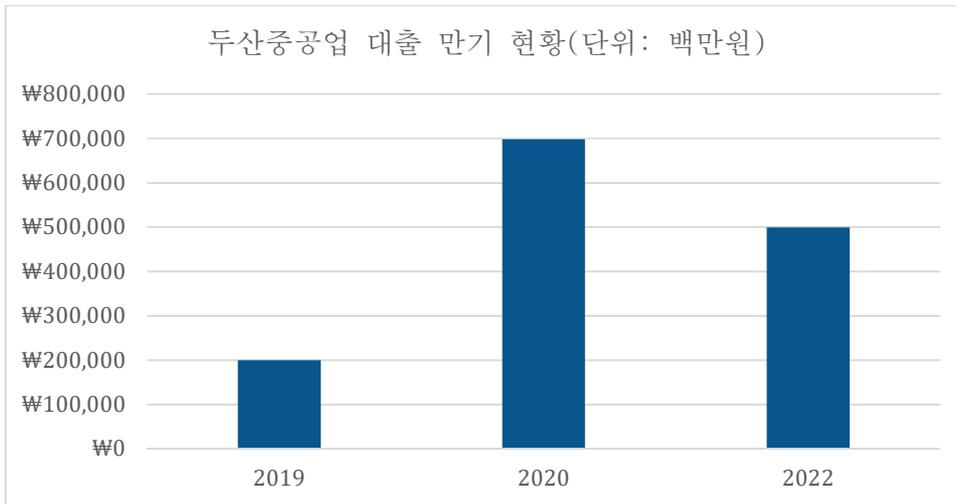
두산중공업이 신규 사업을 급박하게 필요로 하는 것은 그리 놀라운 일이 아닙니다.

매출 동력이 사라지게 되면 회사의 현금 전망과 대출 상환 능력에 중대한 문제가 발생합니다. 현금흐름 분석은 해당 기업의 결손이 현금을 창출하는 과정에서 발생하는 유사한 문제점을 반영하고 있는지 여부를 확인하는 필수적인 대조 방법입니다. 두산중공업처럼 과도한 레버리지로 인해 이미 압박을 받고 있는 상황인 경우는 더 더욱 그러합니다.

<sup>9</sup> 두산중공업 2019년 1분기 실적 검토

두산중공업은 2.5년 내에 1.2조 원(10억 달러)를 차환(refinance)할 수 있는 상태에 도달해야 하는 상황입니다.

그림 2: 두산중공업의 대출 만기 현황(2019~2022년)



출처: Thomson Reuters

여기서부터 현금 전망이 불투명해지기 시작합니다. 두산중공업의 현재 영업 구조로 영업이익을 내기 어렵다는 점이 명백함에도 회사는 레버리지와 현금흐름 상황이 안정적이라는 외관을 유지하기 위해 여러가지 전략을 동원하였습니다.

두산중공업의 존속을 가능하게 만든 열쇠는 두산밥캣 지분의 매각이었습니다. 이 거래를 통해 2016년에 투자활동으로 인한 현금흐름이 큰 폭으로 개선됐을 뿐만 아니라 급박한 만기 회사채에 대응할 수 있었습니다.

표 3: 두산중공업의 영업현금흐름 분석 (2015~2019 년 상반기)

영업현금흐름 분석 단위: 백만원	EY 2015년	딜로이트 2016년	KPMG 2017년	KPMG 2018년	감사미필 2019년 상반기
<b>영업현금흐름</b>					
순이익(손실)	-1,750,899	-215,525	-109,688	-421,725	240,301
<b>조정</b>	<b>2,796,808</b>	<b>1,667,515</b>	<b>1,927,881</b>	<b>1,977,141</b>	<b>743,941</b>
영업활동으로 인한 자산부채의 변동	-479,968	39,886	-902,981	-76,278	-1,328,015
<b>영업활동에서 창출된 현금</b>	<b>565,941</b>	<b>1,491,876</b>	<b>915,212</b>	<b>1,479,138</b>	<b>-343,773</b>
이자의 수취	41,863	39,863	48,820	44,527	17,534
이자의 지급	-576,554	-495,762	-450,279	-441,770	-194,956
배당금의 수취	1,716	304	2,418	2,528	1,273
법인세의 지급	-107,338	-68,714	-86,846	-94,863	-75,865
<b>영업활동에서 창출된(사용된) 순현금흐름</b>	<b>-74,372</b>	<b>967,567</b>	<b>429,325</b>	<b>989,560</b>	<b>-595,787</b>
투자활동으로 인한 현금 유입액	842,311	<b>1,970,231</b>	529,248	495,302	333,962
투자활동으로 인한 현금 유출액	-1,222,027	-1,165,464	-986,385	-1,288,270	-657,238
투자활동으로 인한 현금흐름 순증감	-379,715	<b>804,767</b>	-457,137	-792,968	-323,276
재무활동으로 인한 현금흐름 총증감	1,058,645	<b>-2,251,619</b>	703,612	-110,116	377,070
환율이 현금에 미친 영향	-9,110	-41,177	-78,198	18,705	41,444
<b>현금 증감</b>	<b>595,448</b>	<b>-520,463</b>	<b>597,602</b>	<b>105,182</b>	<b>-500,549</b>
기초 현금	<b>1,297,560</b>	<b>1,893,008</b>	<b>1,372,545</b>	<b>1,970,147</b>	<b>2,075,329</b>
기말 현금	<b>1,893,008</b>	<b>1,372,545</b>	<b>1,970,147</b>	<b>2,075,329</b>	<b>1,574,780</b>
<b>비정상적 조정 합계</b>	<b>1,413,280</b>	<b>326,650</b>	<b>709,608</b>	<b>724,173</b>	<b>98,998</b>
<b>비정상적 조정 항목이 차지하는 비율</b>	<b>50.5</b>	<b>19.6</b>	<b>36.8</b>	<b>36.6</b>	<b>13.3</b>

출처: 두산중공업 감사미필 재무제표(2015~2018년), 감사미필 2019년 상반기 재무제표, IEEFA 추정치.

참고: IEEFA는 가치평가, 대손, 손상차손, 외환, 하자보증, 가치평가익, '기타'에 관련된 조정을 비정상적 혹은 비통상적 조정으로 정의합니다. 고액 항목은 파란색으로 표시되어 있습니다.

IEEFA가 두산중공업의 현금흐름표를 세부적으로 분석한 결과, 놀라울 정도로 안정적인 영업현금흐름의 배후에는 위의 표 3에 파란색으로 표시된 것과 같은 비정상적인 항목들이 존재하는 것으로 나타났습니다. 재무적 압박이 뚜렷이 드러나는 것과는 별개로, 두산중공업이 영업 현금흐름을 유지하기 위해서 '조정' 항목(위의 표에서 파란색으로 표시된 항목)에 얼마나 의존하고 있는지를 따져보는 것은 중요합니다.

통상적으로 가장 보편적인 영업현금흐름 조정 항목 3가지는 이자 비용, 감가상각비, 상각비로 구성되는 비현금성 항목들입니다.

하지만 두산중공업이 행한 조정<sup>10</sup>의 경우에는 경영진이 대손 및 손상차손, 외환의 회계처리, 하자보증, 가치평가손익 같은 비정상적 항목을 손익계산서에서 가져와 현금 가액을 추정하여 포함시키고 있습니다. 애널리스트의 관점에서 볼 때 이러한 상황은 두산중공업이 전통적인 주력 사업에 계속해서 집중하고 있음에도 불구하고 재무 관리 전략은 매우 복잡해지고 있음을 시사합니다.

이로 인해 상대적으로 불투명한 다수의 항목들이 조정 과정에서 핵심적인 역할을 수행하고 있는 결과가 나타나고 있습니다. 2017 년과 2018 년의 경우 조정 항목 가운데 경영진과 감사인의 판단에 특히 의존하는 항목들이 차지하는 비율이 36.7%로 확인됐습니다. 이러한 사실은 2015 년 이후로 이와 같은 비정상적 조정이 차지하는 액수가 3.3 조 원(27 억 달러)에 달하고, 2017 년 영업현금흐름이 양(+)으로 기록된 데에 핵심적으로 기여한 것으로 보인다는 점에서 매우 중요합니다. 본 보고서의 ‘핵심 감사 사항’ 부분에서 앞서 살펴본 바와 같이, 삼정KPMG가 경영진이 예상되는 신용 손실을 처리한 방식에 대해 추가로 시간을 할애하여 분석하였던 이유를 여기에서 찾을 수 있습니다.

표 4: 두산중공업의 현금흐름 조정 (2015~2019 년 상반기)

조정 단위: 백만원	EY 2015 년	딜로이트 2016 년	KPMG 2017 년	KPMG 2018 년	감사미필 2019 년 상반기
이자 비용	630,155	518,020	503,226	515,983	257,258
감가상각비 및 상각비	585,480	532,258	513,111	499,052	254,138
법인세 비용	167,893	290,587	201,936	237,933	133,547
대손 비용 손실	<b>606,287</b>	234,846	174,283	<b>411,378</b>	5,933
자산 가치평가손	<b>517,977</b>	<b>299,560</b>	<b>387,054</b>	171,422	179,444
손상차손	<b>398,630</b>	265,525	43,930	59,647	346
퇴직급여	148,379	126,093	117,217	109,806	52,357
외화 환산 손익	184,580	45,645	-140,586	47,507	48,633
워런티 준비금(환입)	28,230	-13,949	323,342	67,524	6,061
가치평가 및 파생상품 이익	-440,039	-286,990	-238,499	-173,441	-188,963
기타	-30,764	-344,080	42,867	30,330	-4,813
<b>조정 합계</b>	<b>2,796,808</b>	<b>1,667,515</b>	<b>1,927,881</b>	<b>1,977,141</b>	<b>743,941</b>
3 개 정상적 조정 항목 합계	1,383,528	1,340,865	1,218,273	1,252,968	644,943
전체 조정에서 차지하는 비율	49.5%	80.4%	63.2%	63.4%	86.7%
비정상적 조정 합계	1,413,280	326,650	709,608	724,173	98,998
비정상적 조정이 차지하는 비율	50.5%	19.6%	36.8%	36.6%	13.3%

출처: 두산중공업 감사미필 재무제표, IEEFA 추정치.

<sup>10</sup> 조정에 관한 세부적인 내용은 두산중공업의 2018 년도 재무제표에 대한 주석 35 와 2015~2017 년도 재무제표에 대한 주석 36 을 참조하시기 바랍니다.

참고: IEEFA는 가치평가, 대손, 손상차손, 외환, 하자보증, 가치평가익, '기타'에 관련된 조정을 비정상적 혹은 비통상적 조정으로 정의합니다. 고액 항목은 파란색으로 하이라이트 표시되어 있습니다.

이러한 사실이 실제로 의미하는 것이 무엇일까요?

요약하자면 두산중공업은 다수의 항목에 대해 손익계산서상에서 가치를 평가하는 방식과 현금흐름표상에 표시하는 방식 간의 명백한 차이를 이용하여 현금을 부풀려 보고해온 것입니다.

그로 인해 회사 영업의 지속가능성을 판단하는 핵심 척도가 되어야 할 두산중공업의 현금흐름표는 통상적으로 기대할 수 있는 것보다 추정 오류에 취약하여 신뢰성이 낮을 수 있습니다. 만약 이처럼 가치평가에 민감한 조정 사항들이 실제 현금 상황을 제대로 반영하지 않고 있다면 회사의 재무 부담은 보고된 것보다 더 과중할 가능성이 있습니다.

**표 5: 두산중공업의 투자활동 및 재무활동 현금흐름 (2015~2019 년 상반기)**

투자활동 및 재무활동 현금흐름 단위: 백만원	EY 2015 년	딜로이트 2016 년	KPMG 2017 년	KPMG 2018 년	감사미필 2019 년 상반기
단기금융상품의 감소	202,204	297,899	28,514	62,614	73,491
사업부 매각	128,317	1,154,822	0	0	0
기타	511,791	517,511	500,733	432,688	260,471
<b>투자활동으로 인한 현금유입액 합계</b>	<b>842,311</b>	<b>1,970,231</b>	<b>529,248</b>	<b>495,302</b>	<b>333,962</b>
유형자산의 취득	0	0	0	0	-191,462
무형자산의 취득	-388,748	-290,903	-277,269	-231,414	-148,709
기타	-833,279	-874,562	-709,116	-1,056,856	-317,067
<b>투자활동으로 인한 현금유출액 합계</b>	<b>-1,222,027</b>	<b>-1,165,464</b>	<b>-986,385</b>	<b>-1,288,270</b>	<b>-657,238</b>
<b>투자활동 현금흐름 순증감</b>	<b>-379,715</b>	<b>804,767</b>	<b>-457,137</b>	<b>-792,968</b>	<b>-323,276</b>
단기차입금의 순증가(감소)	0	0	0	0	0
장기차입금의 순증가(감소)	742,556	886,200	1,350,379	2,093,874	-1,052,463
자산담보부 대출의 순증감	0	0	0	337,112	92,500
회사채의 순증감	710,194	735,050	2,128,041	542,740	412,471
자사주의 순증감	0	160,219	0	0	0
하이브리드 유가증권의 순증감	0	0	94,747	0	0
자회사 주식의 순증감	0	365,450	133,722	507,593	476,565
배당금 합계	916,678	-91,903	118,324	463,549	-42,077
기타	1,081	0	0	0	-26,382
<b>재무활동 현금흐름 총증감</b>	<b>2,370,509</b>	<b>2,055,015</b>	<b>3,825,213</b>	<b>3,944,869</b>	<b>-139,386</b>

출처: 두산중공업 감사필 재무제표, IEEFA 추정치.

조정에 의존하여 회사의 현금 척도를 유지한 것은 두산중공업의 현금 문제를 구성하는 하나의 조각에 불과합니다.

두산중공업은 직전 3년간 현금을 조달하는 경로가 해마다 달랐습니다. 앞서 살펴본 것처럼 2016년에는 두산밥캣 상장을 통해 1.2조 원(9억 5,400만 달러)을 조성하여 구멍을 메웠습니다. 2017년에는 2016년의 대차대조표 개선 효과에 기대어 회사채 시장에서 2.1조 원을 조달했습니다. 한편 2018년에는 회사채, 자산담보부 대출, 자회사 주식 매각을 병행하는 새로운 방식에 의존했습니다.

2019년 들어 자회사인 두산건설을 중심으로 어두운 전망이 나오면서 경계심이 촉발되자 두산중공업에 더 많은 압력이 가해지기 시작했습니다. 이 문제를 해결하기 위해 두산중공업은 자회사에 현금을 투입하여 갈수록 불어나는 매출채권을 지탱할 목적으로 2019년 3월, 4,178억 원 규모의 신주를 발행하는 상황으로 내몰렸습니다. 증시는 이러한 청약 미달 상황을 2월 말 발표 시점에서 부정적으로 해석했으며 당월에 주가가 27.1% 하락하는 결과를 초래했습니다.<sup>11</sup>

일반적으로 회사가 자회사의 자본구조를 재조정하는 조치를 취하는 경우는 근본적인 전략 현안을 해결하고 재조정할 목적으로 공식적인 조치에 나서야 하는 경우에 한합니다.

두산중공업의 경우에는 시장에서의 문제점과 대차대조표 상의 압박이 복잡하게 얽혀 있습니다. 또한, 두산중공업의 낙관적인 해외 프로젝트 수주 전망에 가려 상당수 한국 시장 애널리스트들은 미처 주목하지 못하고 있지만, 신재생에너지로 재편되는 추세로 인한 글로벌 발전설비 시장의 취약성이 빈번하게 거론되고 있는 상황입니다..

**표 6: 두산중공업 부채비율 (2017~2019년 상반기)**

두산중공업 부채비율	KPMG 2017년	KPMG 2018년	감사미필 2019년 상반기
자산/자본	7.37	8.85	7.55
총부채/자본	543%	663%	548%
채무/자본금	327%	382%	314%
순채무/자본	269%	308%	267%
현금 및 단기투자상품	2,341,785	2,503,297	2,107,194

출처: 두산중공업 감사필 재무제표, IEEFA 추정치.

참고: 소수주주지분 제외.

<sup>11</sup> 대신증권 '대규모 신주 발행 계획' (2019년 2월 21일, Thomson Reuter)

앞서 살펴본 것처럼 최근 수년간 두산중공업은 상반기에 양호한 실적을 기록하고 최종 분기로 가면 예상치 못했던 부정적인 상황이 전개되는 패턴을 보이고 있습니다.

올해의 경우 현 시점까지 회사의 재무활동은 장기차입금을 상환하는 것에 주력하고 있습니다. 이는 두산중공업의 입장에서 중대한 현안입니다.

IEEFA는 현재 장기 채무가 두산중공업의 전체 채무에서 차지하는 비율이 60%에 달하는 것으로 추산하고 있으며 이러한 상황은 부정적인 경영 추세를 감안할 때 새로운 자금원을 지속적으로 조성할 필요가 있음을 시사합니다. 올 상반기에 부채비율이 다소 개선된 것은 사실이지만 기초적인 현금흐름 추세는 부정적이었으며 이는 연말까지 시장 반응이 개선되지 않을 경우 긍정적인 부채비율 추세가 언제라도 뒤바뀔 수 있음을 의미합니다.

표 7: 두산중공업 유형별 회사채 현황 (2015~2019년 상반기)

회사채 유형	2018/12/31	EY	딜로이트	KPMG	KPMG	감사미필
단위: 백만원	이자율	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년 상 반기
공모 회사채	2.38 - 5.37	2,532,788	1,802,434	1,422,724	1,007,860	1,284,080
사모 회사채(유형자산 담보)	4.50 - 6.03	340,000	405,000	445,000	332,000	263,000
전환사채	3.20 -	311,112	152,630	6,265		
신주인수권부사채	1.00 - 4.00		143,423	1,286,218	1,224,770	1,076,755
외화 표시 회사채(한국수출입은행 및 국민은행 지급보증)	2.13 - 5.19	585,599	737,185	640,590	686,994	671,107
소계		3,769,499	3,240,672	3,800,797	3,251,624	3,294,942
가산: 환매 할증			30,658	131,761	123,208	110,610
차감: 교환권 조정			-27,522	-234,115	-184,365	-153,765
차감: 유동성 장기 회사채		-1,321,578	-1,465,158	-1,057,349	-1,109,493	-1,419,217
차감: 회사채 할인		-15,993	-24,959	-41,027	-27,941	-19,878
<b>장기 회사채</b>		<b>2,431,928</b>	<b>1,753,691</b>	<b>2,600,067</b>	<b>2,053,033</b>	<b>1,812,692</b>
대차대조표에 공시된 단기 회사채		1,321,578	1,465,158	1,057,349	1,109,493	1,419,217
<b>회사채 합계</b>		<b>3,753,506</b>	<b>3,218,849</b>	<b>3,657,416</b>	<b>3,162,526</b>	<b>3,231,909</b>
한국수출입은행 및 국민은행 지급보증 비율		15.6	22.9	17.5	21.7	20.8

출처: 두산중공업 감사필 재무제표, IEEFA 추정치.

두산중공업의 자금 전망을 구성하는 마지막 측면 역시 면밀한 주의를 요합니다.

대차대조표상의 채무 구조는 단기 채무로 전환되고 있으며 상반기 종료 시점에는 1조원이 증가하여 6.3조 원(52억 달러)까지 증가했습니다. 이러한 변화는 차환 압력을 증가시킬 수 있을 뿐 아니라 급변하는 시장 상황하에서 회사의 자금 조달 능력에 대한 의문을 불러 일으킬 수 있습니다.

또한 두산중공업이 조달한 자금 가운데 한국수출입은행과 국민은행이 지급을 보증한 회사채에 의존하는 비중이 상당하며 계속 증가하고 있는 상황에도 주목할 필요가 있습니다.

## 백기를 든 주식 및 회사채 애널리스트

지난 2년 반 동안 주가가 급락한 상황에서 금융시장이 두산중공업의 사업 전망에 대해 신뢰하지 못하고 있다는 것을 무시하는 것은 불가능합니다.

두산중공업의 주가는 올해 초 유상증자 발표 직후에 급락한 것을 포함하여 2017년 1월 이래로 75.1% 하락했습니다. 2019년 9월 2일 종가를 기준으로 두산중공업의 시가총액은 1.2조 원(10억 달러)이었으며 이는 글로벌 발전설비업계의 동종업체들과 비교를 어렵게 만드는 수준입니다.

그림 3: 두산중공업의 5년 주가 추이 (2014~2019년)



출처: Thomson Reuters 자료.

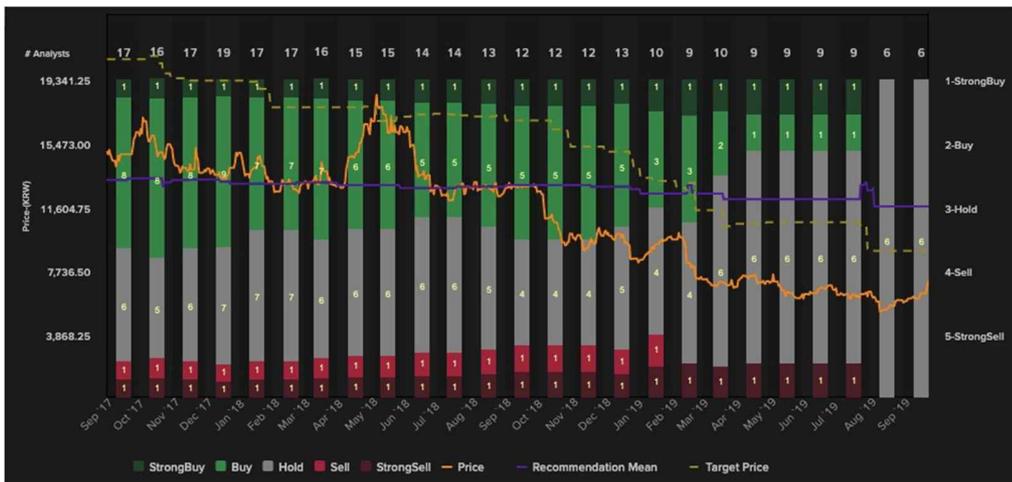
아시아 지역의 투자자와 자본시장 트레이더들이 잘 알고 있는 바와 같이, 두산중공업의 부실한 재무상태가 명백해지면서 주식 및 회사채 평가기관들은 방어적인 입장을 취했습니다.

통상 대외적으로 긍정적인 입장을 유지하는 것을 선호하는 주식 애널리스트들도 2019년 초부터 하나같이 발을 빼기 시작하였습니다. 두산중공업이 처한 전략적 문

제의 현실이 부진한 실적을 통해 확인되고, 타깃 시장의 문제도 더욱 명확해졌습니다.

한때 두산중공업에 대한 주식 애널리스트들의 평가는 고르게 분포되어 있었으며 가치평가를 근거로 매수 의견을 제시하는 경우가 있었습니다. 하지만 2018년 12월부터 분위기가 달라졌으며 매수 의견이 줄어들기 시작하여 2019년 8월에는 완전히 자취를 감췄습니다.

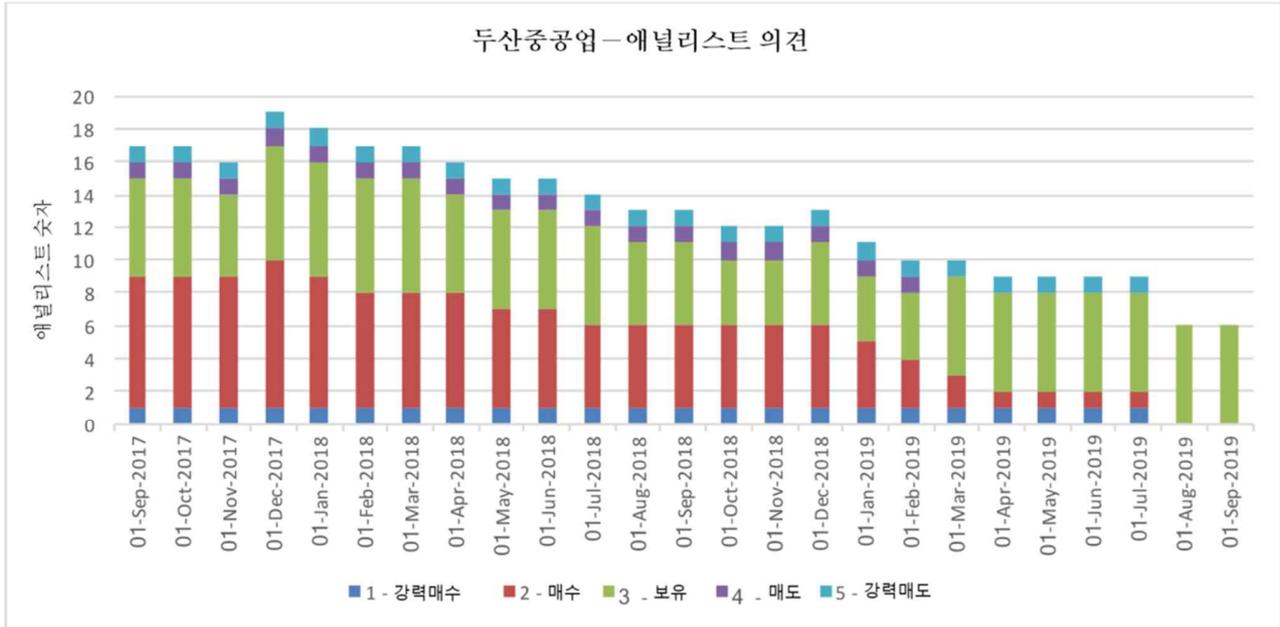
그림 4: 2018년 두산중공업에 대한 주식 애널리스트 평가



출처 : Thompson Reuters

그 과정에서 두산중공업을 분석하는 애널리스트들의 수가 전반적으로 감소했고, 목표 주가를 36.1% 하향 조정하면서도 조심스러운 보유 의견을 내놓았습니다. 이러한 상황은 회사의 성장 전망과 기업 가치에 대한 신뢰가 제한적이라는 의미입니다. 주식 애널리스트들이 갈팡질팡하던 지난 12개월 동안 투자자들은 크나큰 비용을 치러야 했고, 두산중공업의 주가는 코스피 지수 대비 61.4%를 밀도는 성적을 거두었습니다.

그림 5: 두산중공업-애널리스트 의견



출처: Thomson Reuters

국내 신용평가사들도 비슷하게 후퇴하는 추세가 확연하게 나타납니다. IEEFA가 접근 가능한 보고서들을 검토한 결과에 따르면 국내 신용평가사들은 두산중공업의 명백한 경영난에 보다 적극적으로 대응했음을 알 수 있습니다.

Moody's 사가 소유하고 있는 한국신용평가(KIS)와 Fitch 사가 지배하는 한국기업평가(KR)는 최근 6 개월 동안 두산중공업의 회사채에 유리한 등급을 부여하지 않고 있습니다. 가장 최근인 5 월에는 두 신용평가사가 두산중공업의 신용등급을 부정적인 전망과 함께 투자부적격 등급 바로 위 단계인 BBB로 낮췄습니다.<sup>12</sup>

한국신용평가의 5 월 보고서는 두산중공업의 현금 창출 잠재력과 긴급한 현금 지급 채무간의 불일치를 면밀하게 구조화하여 분석했다는 점에서 주목할 필요가 있습니다. 이 보고서는 회사의 매출 잠재력이 재무 구조를 안정시키기에 충분하지 못할 가능성이 있다는 우려를 제기하고 있습니다.

두산중공업의 전망에 대한 불신은 2020 년 회사채 만기 규모를 감안할 때 경영진과 잠재적인 고객에게 경고를 전달하는 것으로 해석할 수 있습니다.

<sup>12</sup> The Korea Times, [Doosan Corp., Doosan Heavy hit with ratings downgrade](#), 2019. 5. 13.자, Korea Ratings, 2019. 6. 접속

## 프로젝트 수주가 현금을 의미하는 것은 아니다

두산중공업이 재무 상태를 안정시키기 위해 노력하는 현 상황에서 고려해야 할 가장 중요한 문제 중 하나는 회사가 재무적으로 압력을 받고 있다는 분명한 징후에도 불구하고 대외적으로는 마치 회사의 제품과 서비스가 여전히 타깃 시장에 적합하며 해당 시장이 건전한 것처럼 대외적으로 행동하고 있다는 점입니다.

회사의 최근 언론 발표 자료나 정기적인 투자자 브리핑 자료를 주의 깊게 읽어 보면 새로운 프로젝트들을 통해 회사의 건전성을 회복시킬 수 있다는 긍정적인 전망들로 채워져 있다는 사실을 알 수 있습니다.<sup>13</sup>

그러나 투자자들이 여전히 조심스럽게 접근해야 할 이유들이 다수 존재합니다.

두산중공업이 정기적으로 투자자들에게 공개하는 정보에 포함된 신규 프로젝트 수주에 관한 단정적인 기술에는 타깃 시장이나 영업 파이프라인에 여전히 존재하는 위험의 현실이 제대로 반영되어 있지 않다는 점을 지적할 수 있습니다.

현금흐름이 중대한 우려로 지적되는 상황이기 때문에 프로젝트 수주와 실제 착공 시점 그리고 예상 이익률에 대해서는 상당한 주의를 기울여 평가할 필요가 있습니다. 두산중공업의 공시 자료는 이러한 측면에서 전적으로 신뢰하기 어렵습니다. 회사는 2019년 4월과 7월에 투자자를 대상으로 작성한 발표 자료에서 반풍 1 프로젝트와 자와 9·10 프로젝트를 ‘확보’했다고 주장했습니다.

하지만 이러한 프로젝트들이 두산중공업의 재무 상태에 어떤 영향을 미칠 것인지를 판단하기 위해서는 보다 세부적인 정보가 필요합니다. 예를 들어, 현금 전환 속도를 예측하기 위해서는 사업 수주만으로는 해당 사업이 실제로 진척되어 2019년에 즉시 현금을 창출할 수 있는지 여부를 가늠하는 기준이 될 수 없다는 사실을 이해하는 것이 중요합니다. 관건은 제반 허가를 획득했는지 여부와 사업 자금을 확보했는지 여부입니다. 반풍 1 프로젝트의 경우는 두 단계를 모두 통과했으므로<sup>14</sup> 애널리스트들이 단기적으로는 안심할 수 있을 것입니다.

**상당수 다국적 / 지역  
은행들은 이미 개도국의  
신규 석탄 사업에 대한  
대출을 중단하겠다는  
의사를 밝힌 상태입니다.**

<sup>13</sup> 두산중공업 투자자 프레젠테이션, 2011-2019

<sup>14</sup> JBIC, Project Finance for Van Phong 1 Coal-Fired Power Generation Project in the Republic of Vietnam, 2019. 4. 19.자.

반면에, 자와 9·10 프로젝트는 다릅니다. 자와 9·10 프로젝트의 경우 핵심적인 의사결정권은 한국수출입은행이 가지게 될 것입니다. 만약 한국수출입은행이 포괄적인 자금과 보증을 제공하지 않는다면 자금 제공 의향을 표시한 은행들이 의사를 철회할 가능성이 있습니다. 상당수 다국적 은행과 지역 은행이 인도네시아 같은 개도국의 신규 석탄 프로젝트에 대한 대출을 중단하겠다는 의사를 이미 밝힌 상태입니다. 이 때문에 인도네시아 국영 발전회사인 *Perusahaan Listrik Negara (PLN)*의 최고 경영진이 공익을 대변하지 않았다는 의혹이 불거진 상황에서 프로젝트 허가 절차에 대한 의문으로 인해 논란을 야기한 자와 9·10 프로젝트 같은 사업의 거버넌스에 대해 제기된 문제에 은행들이 민감하게 반응하고 있습니다.<sup>15</sup>

예를 들어, 프로젝트 전체 지분의 49%를 보유하여 사실상의 사업 스폰서 역할을 담당하고 있는 바리토 퍼시픽(*Barito Pacific*)의 적격성에 관한 의문이 제기될 수 있습니다. 이 회사가 자원 및 화학 분야에서 오랫동안 사업을 영위해온 것은 사실이지만 화력발전 부문에서는 아무런 실적이 없습니다. 그럼에도 이 회사는 자회사인 스타 에너지(*Star Energy*)를 통해 최근 화력발전업계에서 주요 업체로 부상했습니다. 스타 에너지가 화력발전소 확대에 필요한 허가를 PLN에 의존하고 있는 상황임을 감안할 때 바리토 퍼시픽의 다변화된 이해관계는 자금 제공 주체들이 실사 기준을 강화하는 결과를 초래할 가능성이 있습니다.

자금 제공 주체들은 자와 9·10 프로젝트 같은 석탄화력발전 사업에 수반되는 중요한 환경 및 보건 문제와 관련하여 상존하는 위험을 경계해야 합니다. 최근에 한국 법원 절차를 통해 해당 프로젝트가 인도네시아 자바 현지 주민에게 미치는 영향에 관한 문제가 제기된 바 있습니다. 8월 말에 한국수출입은행, KDB 산업은행, 한국무역보험공사 같은 공적금융기관이 자와 9·10 프로젝트에 자금을 지원하는 행위를 금지해줄 것을 요청하는 가처분 신청이 서울중앙지방법원에 접수됐습니다.<sup>16</sup>

자와 9·10 프로젝트에 수반되는 위험뿐 아니라, 두산중공업의 파이프라인에 포함된 다른 인도네시아 프로젝트들과 관련하여 면밀한 검토가 요구되는 문제들이 존재합니다.

두산중공업은 술라웨시(*Sulawesi*)에 건설될 110MW 석탄화력발전소에 사용되는 발전설비를 2023년까지 1,200억 원(9,920만 달러)에 공급하는 계약을 수주했다고 9월 9일에 발표했습니다.<sup>17</sup> 겉보기에는 두산중공업에 반가운 소식인 것으로 보일 수 있습니다. 하지만 팔루(*Palu*) 3 프로젝트의 경우 환경 법규 준수와 관련된 의문이 제

<sup>15</sup> *The Jakarta Post*, [KPK completes investigation into Sofyan Basir over Riau-1 power plant](#), 2019. 6. 11.자.

<sup>16</sup> *The Korea Herald*, [Indonesians seek injunction in Seoul to stop coal-fired plants](#), 29 August 2019. 8. 29.자.

<sup>17</sup> *Pulse*, [Doosan Heavy clinches \\$100.6 mn parts supply order for Indonesian power plant](#), 2019. 9. 9.자.

기된 적이 있다는 점을 짚고 넘어가야 합니다. 프로젝트 스폰서가 이러한 문제를 적절하게 해결하지 못할 경우 프로젝트의 이행을 지연시킬 가능성이 있습니다.<sup>18</sup>

이러한 프로젝트 수주 소식과 인도네시아 사업에 대한 두산중공업의 낙관적인 전망은 시기적으로 민감한 시점에 공개됐습니다.

PLN은 현재 경영진이 교체되는 과정이 진행되고 있으며 8월에 발생한 자바 정전 사태로 인해 정치권에서 PLN이 운영 성과를 개선할 수 있는 능력이 있는지에 대한 의구심이 확산되고 있습니다. 기획 및 구매 의사결정을 둘러싼 투명성의 결여에 대한 의구심이 지속되는 상황에서 작금의 전개는 PLN의 입장에서 사소한 문제로 치부할 수 없습니다.<sup>19</sup>

현대건설 같은 기업이 인도네시아 서자바 소재 짜레본(Cirebon) 2 석탄화력발전소 프로젝트에 관련된 부정행위로 주목을 받고 있는 상황임을 감안할 때 이러한 문제들은 PLN과의 거래를 모색하는 한국 기업들에게 위험을 초래할 가능성이 있습니다.<sup>20</sup>

## 정상 경영 실사에 따른 위험 대가는 누가 부담하는가?

두산중공업의 영업 파이프라인을 분석하는 작업의 복잡성은 산업의 전환기를 겪으면서 과중한 부채를 떠안고 있는 기업을 평가할 때 어떤 수준의 전문가적인 의구심(*professional scepticism*)이 필요한가에 대한 실례를 제시합니다. 이는 투자자가 회사의 재무 공시 자료를 신뢰할 수 있도록 보장하기 위해서 감사인이 두산중공업 같은 기업에 마땅히 적용해야 하는 기준입니다.

본 보고서에 기술된 적신표들은 기업이 규제 대상이 되는 공개 시장에 참가할 수 있는 자격의 기초가 되는 필수적인 법률 및 규제 체계의 중요성을 확실하게 일깨워주는 사례들입니다. 이러한 상황은 두산중공업이 강력한 영향력을 가진 지배 주주가 경영하는 한국의 대표적인 재벌임에도 불구하고 회사가 현재 봉착한 재무 문제를 쉽게 해결할 수 없으며, 설사 국내 발전 부문을 감

**두산중공업이 직면하고  
있는 재무적 문제들은 쉽게  
해결될 수 없습니다.**

<sup>18</sup> Sourcewatch, [Palu power station](#), 2019. 6. 접속

<sup>19</sup> The Jakarta Post, [Jokowi disappointed at PLN crisis management](#), 2019. 8. 5.자

<sup>20</sup> The Korea Times, [Hyundai admits bribing Indonesian politician for power plant construction](#), 2019. 5. 2.자

독하는 강력한 권한을 행사하는 산업통상자원부가 개입한다 하더라도 마찬가지라는 점에서 중요합니다.

두산중공업이 직면한 문제들의 상당부분은 글로벌 발전 시장의 격변을 그대로 반영하고 있습니다. 회사가 장기적인 전략 실패를 무마하는 미봉책으로 단기 자금에 과도하게 의존하고 있다는 징후는 과연 두산중공업이 앞으로 고객이나 직원 혹은 시장에 대한 의무를 이행할 수 있을지 여부에 대한 의구심을 자연스럽게 불러 일으킵니다. 동북아시아의 대형 시장의 발전설비 기업들이 벌이는 전략적 경쟁에 따른 재무적 비용은 시장에서 결코 무시할 수 없는 요인입니다.

이러한 상황은 투자자들이 이처럼 불리한 시장에서 어느 정도까지 위험을 감수할 용의가 있는지 지속적으로 의문을 제기할 수 있다는 점에 대해 정책입안자들이 주의를 기울여야 한다는 것을 의미합니다. 기업의 사업 기초가 의심스러운 경우 복잡한 대출 의사결정을 감독하는 정책입안자가 감수하는 위험은 더욱 높아질 수 있습니다.

한국수출입은행이나 KDB 산업은행 같은 주요 국책 은행은 두산중공업의 재무 보고 및 공시 관행이 관련 규제 당국에서 요구하는 기준에 합치하는지 여부를 확인하는 것이 바람직합니다.

모든 적신호가 반드시 위험 신호인 것은 아니지만 유능한 투자자라면 어려운 질문에 대해서도 답변을 받아내야 할 필요가 있는 시점이 언제인지 인지하고 있어야 합니다.

## IEEFA 소개

에너지경제·재무분석연구소(Institute for Energy Economics and Financial Analysis)는 에너지와 환경에 관련된 재무 및 경제 현안들에 관한 연구와 분석을 수행합니다. 다양성, 지속가능성, 수익성을 갖춘 에너지 경제로의 전환을 앞당기는 것이 본 연구소가 추구하는 목적입니다. [www.ieefa.org](http://www.ieefa.org)

## 저자 소개

### 멜리사 브라운(Melissa Brown)

JP모건과 시티그룹에서 증권 애널리스트로 활동한 경력이 있는 멜리사 브라운은 지난 25년간 상장 및 비상장 주식 투자자들을 대상으로 주류 및 지속가능 투자 전략에 초점을 맞춰 다수의 아시아 투자기관에서 주도적인 역할을 담당했습니다.

### 기 페 (Ghee Peh)

기 페는 재무분석전문가로 1995년부터 Jefferies, BNP Pariba, UBS 등에서 투자 리서치를 해왔습니다. 특히 중국, 인도네시아의 석탄, 시멘트 및 금속 기업들의 분석에 집중해왔습니다.

본 보고서는 오직 정보 제공과 교육만을 목적으로 작성되었습니다. 에너지경제재무분석연구소 (“IEEFA”)는 세무, 법률, 투자, 회계 자문을 제공하지 않습니다. 본 보고서는 세무, 법률, 투자, 회계 자문을 제공할 의도가 없으며 그러한 목적으로 의존할 수 없습니다. 본 보고서에 수록된 어떠한 내용도 유가증권이나 기업 혹은 펀드에 관련된 투자 자문, 매수 또는 매도 제안이나 유인, 권유, 인증, 후원을 의도하지 않습니다. IEEFA는 귀하의 투자 의사결정에 대해 어떠한 책임도 지지 않습니다. 본인의 투자 연구와 투자 의사결정에 대한 책임은 귀하에게 있습니다. 본 보고서는 일반적인 투자 지침서나 구체적인 투자 권유의 출처로 사용되는 것을 목적으로 하지 않습니다. 타인의 의견을 인용한 경우를 제외하고 본 보고서에 제시된 의견은 오직 현재 시점에서의 의견입니다. 일부 정보는 제 3자로부터 제공받은 정보일 수 있습니다. IEEFA는 그러한 제 3자 정보를 신뢰할 수 있는 것으로 판단하며 가능한 경우에는 언제나 공개 자료를 검증하여 진위를 확인하지만 그러한 정보의 정확성, 적시성, 완전성은 보장하지 않으며 그러한 정보는 고지 없이 변경될 수 있습니다.